

合理价值区间:

30.2-33.0 元

新股发行数据

发行股数 (万股)	2500
发行后股本(万股)	9906
发行方式	网下询价 20%
	网上申购 80%
保荐机构	平安证券
发行日期	2010-01-14

发行前财务数据

每股净资产:	4.11 元
净资产收益率:	17.49%
资产负债率:	53.29%

化工行业分析师:

傅用增

8621-68761616-8678

fuyz@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼 200122

德邦证券有限责任公司

http://www.tebon.com.cn

禾欣股份 (002343):

定位中高端 PU 革, 着眼消费升级

投资要点:

- ◆ 浙江禾欣股份主要从事PU合成革的研发、生产和销售, 是国内PU 合成革行业产能规模最大、产业链配套最完整的企业, 拥有2350万米PU合成革产能, 中高端产品市场占有率在13%
- ◆ 我国的庞大的内需为PU合成革发展提供广阔的背景, 随着国际产业转移, 韩国、台湾等地的PU产业会转向大陆; 消费升级使得中高端产品面临更大的发展机遇。
- ◆ 公司的竞争优势在于完整的产业链、领先的技术和高端产品的先发优势。同日本可乐丽公司合资企业占据了超细纤维PU合成革产品的高端。
- ◆ 公司的品牌优势历然, 公司是耐克、阿迪达斯、钮百伦、安踏、鸿星尔克、特步等国内外著名品牌企业的主要供应商。通过与品牌企业合作, 公司将与品牌公司一起成长。
- ◆ 我们预计公司09、10、11 年完全摊薄EPS 为0.88元、1.08元和1.13元, , 我们认为可以给予公司10 年30倍PE, 公司合理估值区间是30.2-35.0元, 建议申购。

财务摘要

(百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	1,101	1,149	966	1,130	1,271
(+/-)%	1.00%	4.36%	-15.97%	16.98%	12.53%
净利润	67	66	115	134	148
(+/-)%	100.00%	-0.82%	74.35%	16.50%	10.73%
每股收益	0.68	0.67	0.88	1.01	1.13

目录

1. 公司是国内中高端 PU 合成革领军企业.....	- 1 -
2. 公司历史沿革股权结构.....	- 2 -
3. PU 合成革行业：着眼消费升级，中高端产品空间巨大.....	- 2 -
3.1 产业转移促进行业快速增长.....	- 2 -
3.2 消费升级使得中高端产品更具有成长空间.....	- 4 -
4. 公司竞争优势	- 4 -
4.1 产业链完整，规模效应显著.....	- 4 -
4.2 技术优势和超纤新产品先发优势.....	- 5 -
4.3 品牌优势.....	- 5 -
5. 募集资金用于扩产 2 大产品领域.....	- 5 -
6. 风险提示	- 6 -
6.1 主要原材料价格变化引起公司盈利大幅波动风险.....	- 6 -
6.2 环保风险.....	- 6 -
7. 盈利预测	- 6 -

图表目录

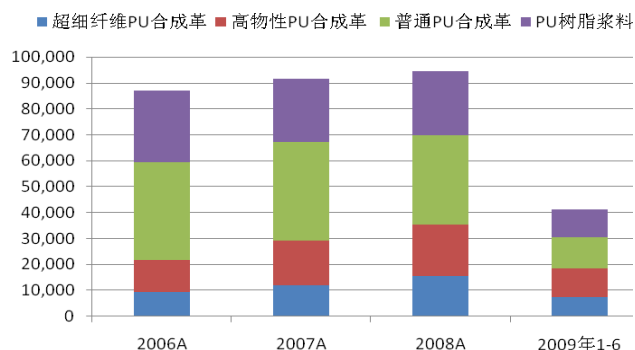
图表 1 公司主营收入（单位：万元）	- 1 -
图表 2 公司产品结构不断优化.....	- 1 -
图表 3 公司业务毛利（单位：万元）	- 1 -
图表 4 公司各业务毛利率.....	- 1 -
图表 5 公司股权结构.....	- 2 -
图表 6 人造革性能比较.....	- 3 -
图表 7 我国 PU 合成革产量.....	- 3 -
图表 8 我国下游行业人造革合成革实际使用量统计（单位：亿米）	- 4 -
图表 9 募投项目明细.....	- 5 -
图表 10 预测假设（单位：元/米、万米、百万元、元/公斤、吨）	- 6 -
图表 11 预测利润表.....	- 7 -

1. 公司是国内中高端 PU 合成革领军企业

浙江禾欣股份主要从事 PU 合成革的研发、生产和销售，公司是国内 PU 合成革行业产能规模最大、产业链配套最完整的企业，现拥有 8 条湿法、8 条干法 PU 合成革生产线，其产品覆盖 PU 合成革整个生产链，包括 PU 合成革、超细纤维 PU 合成革、合成革基布、PU 树脂浆料、色料、色粉等业务，具备年产 PU 合成革 2,350 万米的生产能力，其中超细纤维 PU 合成革 200 万米，高物性 PU 合成革 800 万米，普通 PU 合成革 1350 万米。产品广泛运用于鞋类、服装、球类、家具、箱包、汽车内饰等制品的面料。

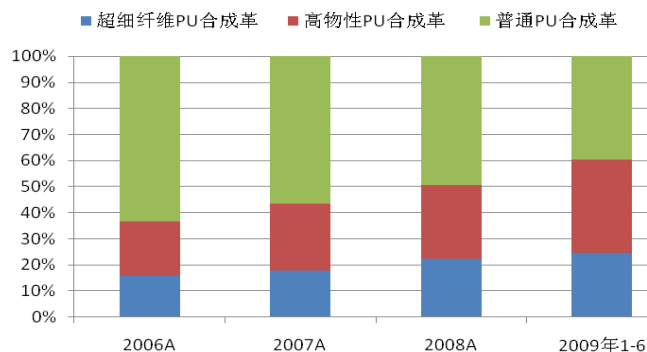
经过 10 来年的发展，公司通过技术创新和产品研发的积累、创立合资公司，不断调整公司产品结构，逐步淡化竞争激烈的普通 PU 合成革生产，扩展技术门槛高、附加值高的超细纤维 PU 合成革和高物性 PU 合成革，中高端产品销售比例从 2006 年的 36.7% 提高至 60.4%，公司中高端 PU 合成革市场占有率为 12.3%，在营业收入平稳增长的情况下主营利润获得更快的增长。

图表 1 公司主营收入（单位：万元）



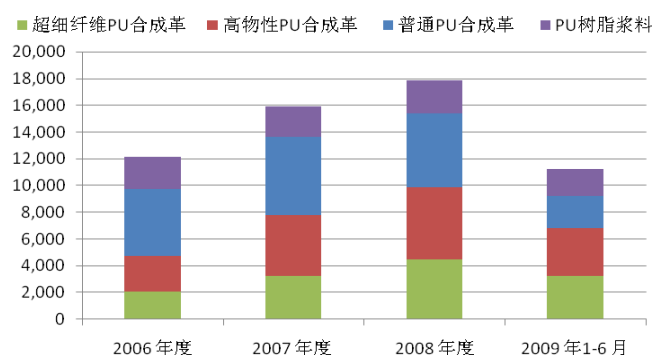
资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

图表 2 公司产品结构不断优化

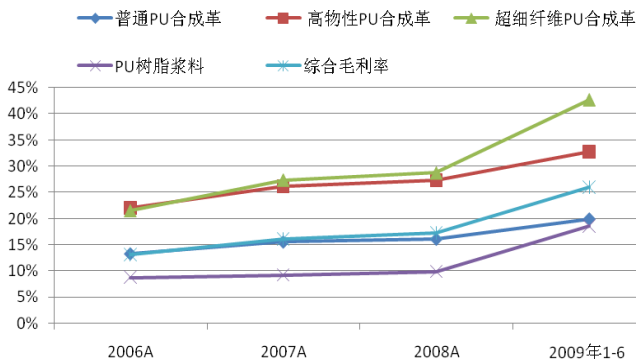


资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

图表 3 公司业务毛利（单位：万元）



图表 4 公司各业务毛利率



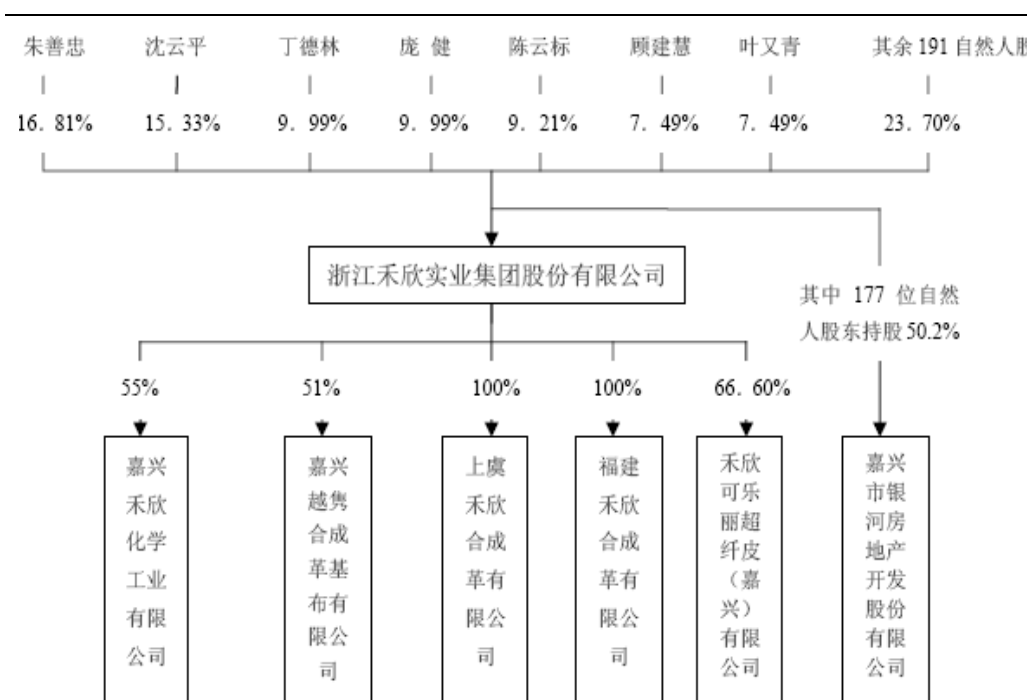
资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

2. 公司历史沿革股权结构

公司系于 1998 年由嘉兴兴鹿皮厂改制而来，朱善忠等 235 位原嘉兴鹿皮厂职工以其购买的原嘉兴鹿皮厂经营性净资产和部分现金出资，另外 4 位发起人陈义防、郑素珍、丁德林、庞健以现金出资。历经多次增资扩股，股东人数减少至 198 人，股权较为分散，其中公司高管朱善忠、沈平云等 7 人持有 5% 以上股份。本次公开发行 2500 万股，发行后增至 9906 万股，公众持有 25.24%。

图表 5 公司股权结构



资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

3. PU 合成革行业：着眼消费升级，中高端产品空间巨大

3.1 产业转移促进行业快速增长

人造革合成革产品是天然皮革的替代材料，在我国根据使用材料和生产工艺可以分为：PVC 人造革、PU 合成革（含普通 PU 合成革和高物性 PU 合成革，下同）和超细纤维 PU 合成革。经过多年的研究开发，PU 合成革无论在产品质量、品种，还是产量上都得到了快速增长，逐渐从普通 PU 合成革向科技含量更高、物理性能更为突出的高

物性 PU 合成革过渡。应用范围也逐步扩大，广泛用于中高档鞋、箱包、服装和家具产品。

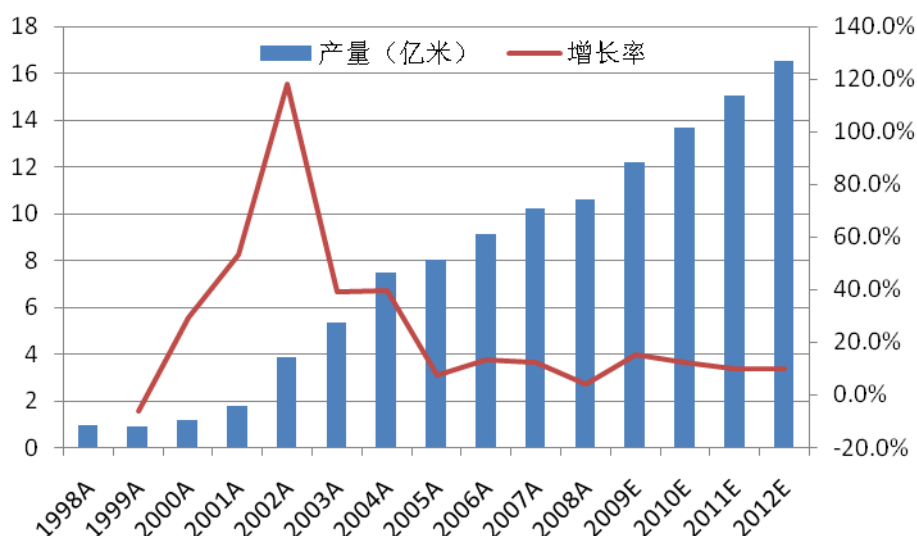
图表 6 人造革性能比较

性能	PVC 人造革	PU 合成革	超细纤维 PU 合成革
基布	针织布、机织布	无纺布	超细纤维无纺布
涂层	PVC 树脂	PU 树脂	PU 树脂
生产工艺	干法工艺	湿法和干法工艺	超纤工艺
物理、化学性能	强度、耐磨度、吸湿、耐寒、真皮感等指标较差	强度、耐磨度、吸湿、耐寒、真皮感等指标较好	强度、耐磨度、吸湿、耐寒、真皮感很好，部分指标性能优于真皮
价格区间	10-15 元/米	20-80 元/米	40-150 元/米
用途	箱包、家具	运动鞋、箱包、家具	运动鞋、箱包、家具
环保	有一定污染	容易降解、原料环保	容易降解、原料环保
市场占有率	48%	47%	5%
未来发展趋势	逐步淘汰	发展方向	高档产品

资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

人造合成革产业随着鞋、箱包、服装、家具等制造产业向中国大陆转移的同时，也逐步向中国转移。我国人造革合成革总产量从 2004 年的 13.26 亿米增长到 2008 年的 20.22 亿米，而在人造革合成革内部，PU 合成革的发展速度远远超过了作为第一代人工皮革产品的 PVC 人造革，PU 合成革的产量从 2000 年 1.15 亿米，增长到 2008 年的 10.60 亿米，增长了八倍多。

图表 7 我国 PU 合成革产量

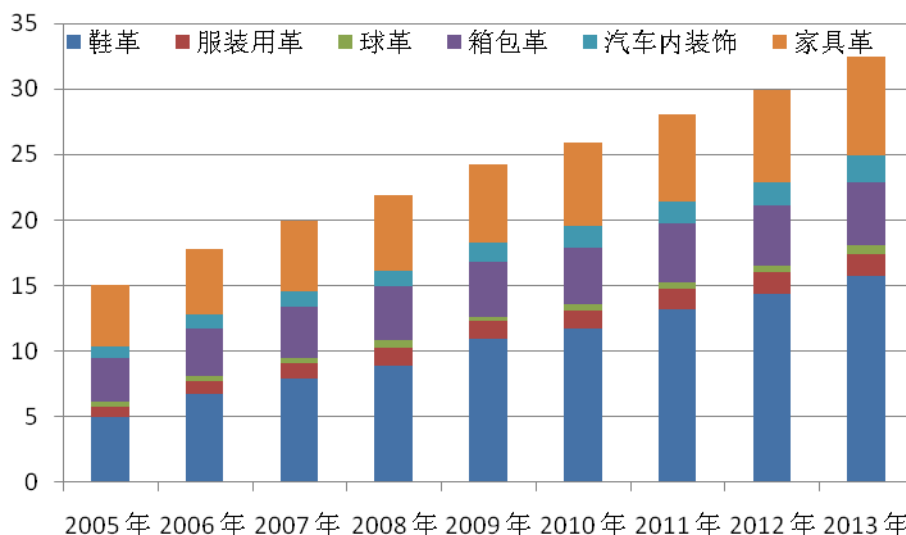


资料来源：2008 中国合成皮革行业研究报告 上海贝茨商务资讯有限公司，德邦证券经济研究所

3.2 消费升级使得中高端产品更具有成长空间

随着研究技术的积累，PU 合成革物理化学性能已能与真皮媲美，部分性能指标甚至优于真皮产品，在服装、箱包、家具等领域应用越来越广，其中鞋革、箱包革、家具革占比在 85%以上。目前日本是世界上超细纤维 PU 合成革技术最为先进的国家，高档超细纤维 PU 合成革市场由日本公司占据绝对优势；意大利人造革合成革企业在产品的花纹、色彩设计方面引导世界流行趋势；从技术发展的角度来看，高物性 PU 合成革及超细纤维 PU 合成革将成为未来市场主导产品，同时随着人们消费观念的转变和下游制品业的要求提高，许多应用领域内的消费需求将随着人造革合成革产品品质的提高和差异化功能的增加而越来越大。

图表 8 我国下游行业人造革合成革实际使用量统计（单位：亿米）



资料来源：中国塑料加工工业协会人造革合成革专业委员会，德邦证券经济研究所

4. 公司竞争优势

4.1 产业链完整，规模效应显著

公司是我国最大的 PU 合成革制造企业之一，具备独立的基布、浆料、无纺布、色浆、色粉等产品的生产能力，实现了从基布—PU 树脂—色料—表面处理剂到合成革的完整产业链联动，成为我国 PU 合成革行业产能规模最大、产业链配套最完整的企业。完整的产业链可以使公司在化工原料的生产和基布的生产过程中控制产品质量，保证了公司最终 PU 合成革产品的质量稳定性。近三年来公司累计销售收入在 PU 合成革行业排名第一，尤其是在中高端产品领域市场占有率较高，目前公司满负荷生产，产能不足是限制公司发展的主要因素。公司募集资金投资的四湿四千 PU 合成革项目以及禾欣可乐丽二期项目达产后，公司 PU 合成革生产能力将进一步提高。

4.2 技术优势和超纤新产品先发优势

公司 1997 年就设立技术研发中心，中心现拥有中高级工程技术人员 59 名，其中高级专家 18 名，包括院士 1 名、博士 8 名、国外及台湾专家 6 名。近年来公司自主开发新产品、新工艺、新技术 140 多项；已获得国家专利 16 项。技术突破包括运用聚醚型聚氨酯为主要原料开发了具有耐水解、高剥离、高撕裂、高强度的高物性运动鞋革；创新应用渗透法湿式涂层，采用新工艺开发了高物性海克丝皮新产品；运用聚碳型聚氨酯为主要原料开发成功高耐磨的足球革。

公司作为中国合成革行业的龙头企业，与世界超细纤维合成革顶尖企业日本可乐丽公司就超细纤维合成革生产技术开展了长期的合作研究，并共同开发世界一流的综合人工皮革制品——超细纤维 PU 合成革。双方共同出资设立合资公司——禾欣可乐丽超纤皮（嘉兴）有限公司，禾欣可乐丽公司由公司控股，占据超细纤维 PU 合成革领域的高端位置，为公司未来发展和产品升级打下坚实基础。

4.3 品牌优势

公司产品质量通过了耐克、阿迪达斯、纽百伦、安踏、鸿星尔克、特步等国内外知名品牌的认证，成为国内企业中仅有的几家国际品牌的 PU 合成革产品供应商之一，也是国内著名运动品牌的主要供应商。

5. 募集资金用于扩产 2 大产品领域

本次募集资金拟投资于福建高物性 PU 合成革、可乐丽超纤项目和技术中心技改 3 个项目。募投项目投产有助于解决公司产能瓶颈，优化产品结构、重点扩大高端产品产量，顺应市场需求发展趋势，提高自主创新能力，增强行业地位。公司目前 PU 合成革的产能为 2,350 万米每年，募集资金项目完全达产后，将新增高物性 PU 合成革产能 1,200 万米每年，超细纤维 PU 合成革产能 280 万米每年，总的产能扩张 62.98%。

2 个生产性募集资金投资项目，均是公司现有成熟的主营业务项目，均已成功实现规模化生产。产量扩张幅度与市场容量空间相匹配，新增产量消化压力小，投资风险小。

图表 9 募投项目明细

序号	项目名称	2009 年产量	募投新增产量	达产后总产量	产量增幅
1	福建禾欣合成革项目	800	1200	2000	150%
2	禾欣可乐丽超纤革增资项目	200	280	480	140%
3	技术中心技改				

资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

6. 风险提示

6.1 主要原材料价格变化引起公司盈利大幅波动风险

主要原材料为基布和 PU 树脂浆料，PU 树脂浆料的主要原材料是煤化工产品 DMF，石油化工产品 AA 和 MDI 及其他化工原料，DMF、AA 和 MDI 的成本合计占 PU 树脂浆料总成本 70%左右。而该部分原材料一定程度上受煤和石油价格影响，

6.2 环保风险

公司属于塑料制品行业的人造革合成革子行业，人造革合成革行业在生产经营中一般存在着“三废”排放与综合治理问题。

7. 盈利预测

我们预计公司 09、10、11 年完全摊薄 EPS 为 0.88 元、1.08 元和 1.13 元，我们认为可以给予公司 10 年 30 倍 PE，公司合理估值区间是 30.2-35 元，建议申购。

图表 10 预测假设（单位：元/米、万米、百万元、元/公斤、吨）

	种类	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
产量	超细纤维 PU 合成革	173	219	330	480	480
	高物性 PU 合成革	599	624	800	800	1200
	普通 PU 合成革	1712	1596	1350	1350	1350
	PU 树脂浆料	37991	40218	24000	24000	24000
	基布	2373	2217	1350	1350	1350
价格	超细纤维 PU 合成革	64.68	65.52	57	60	62
	高物性 PU 合成革	29.74	32.32	29	30	31
	普通 PU 合成革	22.3	21.35	22	22	22
	PU 树脂浆料(元/公斤)	10.75	10.06	8.00	10.00	10.00
	基布(元/米)	4.93	4.75	4.70	4.80	4.80
毛利率	超细纤维 PU 合成革	27.37%	28.74%	40.00%	38.00%	36.00%
	高物性 PU 合成革	26.19%	27.33%	32.00%	30.00%	28.00%
	普通 PU 合成革	15.48%	16.01%	19.00%	16.00%	16.00%
	PU 树脂浆料	9.18%	9.88%	18.00%	16.00%	15.00%
	基布	10.34%	5.92%	10.50%	10.00%	10.00%
	综合毛利率	15.54%	16.49%	25.46%	24.24%	23.70%

图表 11 预测利润表

项目	2007A	2008A	2009H	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	1,101.36	1,149.40	481.16	965.80	1,129.80	1,271.40
减：营业成本	921.84	950.66	355.88	719.95	855.96	970.10
营业税金及附加	3.22	3.63	1.57	3.17	3.77	4.27
销售费用	27.91	37.27	16.56	35.00	38.00	40.00
管理费用	59.29	70.20	36.55	72.00	75.00	80.00
财务费用	17.42	17.61	4.15	6.00	5.00	8.00
资产减值损失	4.93	2.84	4.60	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-
投资收益	14.67	0.48	0.68	0.00	0.00	0.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1.08	0.58	0.65	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	81.43	67.67	62.52	129.68	152.07	169.03
加：营业外收入	6.86	8.60	6.28	8.00	8.00	8.00
减：营业外支出	1.67	2.18	0.71	2.00	2.00	2.00
其中：非流动资产处置损失	0.17	0.44	0.08	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	86.62	74.09	68.09	135.68	158.07	175.03
减：所得税费用	19.93	7.95	8.74	20.35	23.71	26.25
四、净利润	66.69	66.15	59.36	115.33	134.36	148.77
归属于母公司股东的净利润	50.54	49.77	42.08	86.83	100.36	112.17
少数股东损益	16.16	16.38	17.27	28.50	34.00	36.60
五、每股收益						
（一）基本每股收益	0.68	0.67	0.57	0.88	1.01	1.13
（二）稀释每股收益	0.68	0.67	0.57	0.88	1.01	1.13

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。